

Cenário Macroeconômico

Robério Costa*

Camila Magalhães**

Vivemos um momento de singular solidez no Balanço de Pagamentos. O Brasil superou a dependência crônica de capitais externos para fechar as contas externas e elevou substancialmente suas reservas internacionais, tirando partido da abundância do crescimento global nas últimas décadas. O fortalecimento do mercado de commodities e a expansão vertiginosa do mercado internacional de capitais destravaram nosso acesso ao crédito externo, possibilitando captações a prazos mais longos e a juros menores.

Essa mudança, que nos mantém à distância de uma crise cambial, é um salto qualitativo que vem sendo reconhecido pelos investidores. No entanto, não nos alivia no que diz respeito à trajetória de crescimento de longo prazo. A estabilidade do fluxo de dólares, na forma de crédito complementar à poupança doméstica, deve contribuir com a expansão de investimento de longo prazo.

Problemas de financiamento do balanço de pagamentos são improváveis no horizonte de médio prazo, até o final de 2010. A balança comercial, a despeito dos receios iniciais de queda forte dos superávits dos últimos anos, surpreendeu pela resiliência. As importações caíram mais intensamente do que as exportações e a nossa expectativa é de que esse saldo encerre o ano em US\$ 25 bi, equivalente ao saldo do ano passado. Em paralelo, uma possível redução das remessas de lucros e dividendos, previsível diante da melhora das condições de crédito das matrizes, deve fazer com que o déficit em conta corrente seja menor do que o registrado no ano anterior (nossa estimativa é que fique em cerca de \$ 13 bilhões, ante \$ 29 bilhões). Em 2010, apesar do aumento do déficit estimado para US\$ 25 bilhões na conta corrente, a melhora prevista na conta de capital deverá sustentar o equilíbrio externo.

Caso nossas projeções se mostrem corretas, a entrada de divisas esse ano no País será insuficiente para cobrir as despesas totais em dólar, mesmo considerando a melhora nas transações correntes. A queda nas entradas de recursos para investimentos produtivos e financeiros, além de créditos comerciais, captações e empréstimos devem ser superiores às despesas com serviços e comércio internacional. Embora isso possa circunstancialmente trazer alguma pressão pela desvalorização do Real, é pouco provável que se delineie uma tendência. Já no próximo ano, caso o quadro de recuperação da economia mundial se materialize, a nossa conta de capital deve ser reforçada, tendo em vista a qualidade de crédito do Brasil *vis-à-vis* os demais países emergentes. Com isso é provável que o excesso de dólares no mercado *spot* volte a colocar pressão pela valorização da taxa de câmbio.

Do ponto de vista da inflação, ainda no horizonte de médio prazo, as condições parecem tranquilas, no que diz respeito ao objetivo do Banco Central. Para cumprir a meta de ter um IPCA de 4,5% no fechamento desse e do próximo ano, o Bacen conta com dois aliados

principais. O primeiro deles é a tendência de valorização do Real, já mencionada, que reduz os custos de produção e investimentos e aumenta a concorrência com os bens finais importados. O segundo é a atividade econômica, duramente atingida pelas repercussões da crise internacional, agravada a partir dos últimos quatro meses do ano passado.

Os canais de contágio dos problemas externos foram vários. Primeiramente através do empocamento de crédito nos bancos locais e o encarecimento ou indisponibilidade de liquidez para empresas não-financeiras. O crédito ao comércio internacional, doméstico e externo, também escasseou e os preços das *commodities*, tão importante para nossas exportações, devolveram boa parte da alta histórica dos últimos anos. Nos últimos meses, praticamente todos esses fatores foram atenuados pela percepção de reversão da fase de deterioração da crise externa. Nesse ambiente hostil à alta dos preços, a inflação encontra terreno pouco fértil. É pouco provável que o Bacen encontre grandes dificuldades para levar o IPCA à meta.

Riscos ao Cenário Macroeconômico

São poucos visíveis os riscos do cenário de médio prazo provenientes de questões domésticas. Talvez um choque agrícola, somado à persistência da alta de preços de serviços, possa requerer ações corretivas da política monetária. Ou ainda as incertezas políticas trazidas pela mudança de governo em 2011 levem os mercados a anteciparem conseqüências via preços dos ativos. Mas, a princípio, o amadurecimento da economia brasileira nas últimas décadas leva a crer que abalos dessa natureza teriam hoje um impacto mais modesto sobre a trajetória de longo prazo. O Brasil tem ganhado importância no cenário internacional e, como é cada vez mais evidente, tem se beneficiado disso.

O maior dos riscos ao cenário doméstico reside nos desdobramentos da crise financeira mundial. Apesar dos humores instáveis dos mercados, a leitura de que o vale da economia já ficou para trás alimenta a recuperação recente dos preços de ativos. Contudo, ainda há vários pontos sensíveis nas economias centrais com potencial para renovar as preocupações com turbulências globais. Apenas para citar alguns, temos a ausência de solução aceitável para as empresas americanas de financiamento imobiliário, os supostos empréstimos irrecuperáveis não revelados de bancos europeus, o elevado endividamento de países do leste europeu e o mergulho da economia japonesa. Mesmo conhecendo o conteúdo explosivo, caso algum rastilho de pólvora se acenda, o mercado quer crer que não haverá nova inflexão, *à la* Lehman em setembro de 2008. Se a correção de rumos da economia global levar anos, isso provavelmente não será tão destrutivo quanto uma segunda onda de turbulências sem desfechos previsíveis.

É nesse cenário que o Brasil corre os maiores riscos. A tendência de o Brasil se diferenciar e se beneficiar do desempenho relativo ficaria ameaçada. A escassez de fluxo de capitais estrangeiros seria a pior conseqüência de uma degradação adicional das condições externas, e afetaria a espinha dorsal da inflação e das condições de financiamento dos investimentos de longo prazo brasileiros.

** Economista-chefe da Fram Capital*

*** Economista da Fram Capital*

Esse material foi preparado pela FRAM Capital, sendo expressamente proibida sua reprodução sem autorização prévia. A informação nele contida é de caráter estritamente informativo e é baseado em informações públicas recolhidas a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões na data de emissão desse material, podendo ser modificadas a qualquer momento, sem qualquer necessidade de aviso ou comunicação prévia. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Este material não constitui, nem deve ser interpretado como recomendação, conselho, oferta ou solicitação para compra ou venda de quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros.